

Financial Drivers and Endogenous Demand Characteristics of Mergers and Acquisitions: Evidence from Hong Kong, China Listed Companies

Xiaoquan Liu

Shanghai University of Finance and Economics, Shanghai, 200433, China

Abstract

Based on the financial data and M&A events of Hong Kong listed companies in recent ten years, we constructed a logit regression model to analyze the impact of multiple financial indicators, including income, debt ratio, cash flow, investment, etc., on M&A probability. The results show that the company's income level and operating cash flow have a significant positive impact on M&A decision-making, but the impact of monetary funds and financing cash flow is not significant. This finding reveals that the M&A motivation of Hong Kong enterprises is mainly driven by endogenous demand rather than external financing. This study provides new empirical evidence for the understanding of M&A behavior in Hong Kong capital market, and also provides valuable reference for enterprise managers and policy makers.

Keywords

merger and acquisition; listed companies; financial drivers; logit mode; endogenous demand

财务驱动因素和内生性需求的并购特征：来自中国香港上市公司的证据

刘晓全

上海财经大学，中国·上海 200433

摘要

基于近十年中国香港上市公司的财务数据和并购事件，我们构建了一个logit回归模型，分析了包括收入、债务比率、现金流、投资等在内的多个财务指标对并购概率的影响。研究结果表明，公司的收入水平和运营现金流对并购决策有显著的正向影响，而货币资金和融资现金流的影响则不显著。这一发现揭示了中国香港企业的并购动机主要源于内生性需求，而非外部融资驱动。本研究为理解中国香港资本市场的并购行为提供了新的实证证据，同时也为企业管理者 and 政策制定者提供了有价值的参考。

关键词

并购；上市公司；财务驱动因素；logit模型；内生性需求

1 引言

企业并购作为公司战略的重要组成部分，一直是学术界和实务界关注的焦点。在全球化和市场竞争加剧的背景下，并购已成为企业快速扩张、获取资源和提升竞争力的关键手段。中国香港作为亚洲重要的金融中心，其资本市场的并购活动具有独特的特征和重要的研究价值。然而，相较于欧美市场，对中国香港上市公司并购行为的深入研究相对缺乏，特别是在财务驱动因素方面的实证分析还有待加强。现有文献主要从宏观经济环境、产业政策、公司治理等角

度探讨并购动机和影响因素（e.g., Andrade et al., 2001; Martynova & Renneboog, 2008）。然而，企业的财务状况作为反映公司内部资源和能力的直接指标，对并购决策的影响机制尚未得到充分研究。特别是在中国香港这样一个融合了东西方特征的市场中，财务因素对并购行为的影响可能呈现出独特的模式。

我们的研究问题主要包括：

①哪些财务指标对中国香港上市公司的并购决策有显著影响？

②这些财务因素的影响方向和程度如何？

③中国香港企业的并购动机是否主要源于内生性需求还是外部融资驱动？为回答这些问题，我们收集了近十年中国香港上市公司的财务数据和并购事件信息，构建了一个包

【作者简介】 刘晓全（1983-），男，博士，助理教授，从事金融经济研究。

含多个财务指标的 logit 回归模型。我们的研究不仅有助于深化对中国香港资本市场并购行为的理解，也为企业管理者制定并购策略和监管机构完善相关政策提供了实证依据。

论文的结构安排如下：第二部分回顾相关文献，梳理并购动机和影响因素的理论基础；第三部分介绍研究数据和方法；第四部分呈现实证结果和分析；第五部分进行讨论并得出结论。

2 文献综述

企业并购的动机和影响因素一直是学术界研究的热点话题。早期研究主要关注并购的协同效应和规模经济（Lewellen, 1971; Jensen & Ruback, 1983），认为并购能够通过整合资源、扩大市场份额来提升企业价值。随后，学者们开始探讨代理问题对并购决策的影响（Jensen, 1986; Morck 等, 1990），指出管理层的自利行为可能导致价值破坏性的并购。近年来，随着全球化进程的加速和资本市场的发展，并购研究的视角更加多元化。Martynova、Renneboog（2008）对并购浪潮的驱动因素进行了全面回顾，指出经济震荡、技术变革、监管政策等宏观因素都可能触发并购活动。Alexandridis 等（2017）研究了全球金融危机后并购市场的新特征，发现并购溢价下降，交易结构更加谨慎。在财务因素方面，Harford（1999）发现现金储备丰富的公司更倾向于进行并购，但这些并购往往会降低股东价值。Uysal（2011）研究了资本结构与并购决策的关系，发现杠杆率较低的公司更可能成为收购方。Erel 等（2015）则关注了财务约束对并购支付方式的影响，指出现金不足的公司更倾向于选择股票支付。然而，上述研究主要基于欧美市场的数据，对新兴市场特别是中国香港市场的研究相对有限。Du、Boateng（2015）分析了中国香港上市公司跨境并购的财富效应，发现并购公告对股东财富有显著的正面影响。Yang 等（2019）研究了中国香港企业的并购动机，指出寻求市场和资源是主要驱动因素。

3 数据和方法

3.1 数据来源和样本选择

本研究使用的数据包括中国香港上市公司近十年的财务指标数据和并购事件信息。财务数据来源于上市公司的年度报告和公开财务报表，并购事件信息则通过中国香港交易所公告和金融数据库收集。我们的样本包括在研究期间内持续上市的所有中国香港主板公司，剔除了金融业公司（由于其特殊的财务结构）和数据不完整的公司。最终样本包含 10,750 个公司年度观察值。

3.2 变量定义

变量定义见表 1。

表 1 变量定义

变量名	变量代码
收入 / 总资产	income
债务比率	debt_r
融资净现金流 / 总资产	FinanceCF
股权投资 / 总资产	Inv
总资产规模对数	lAsset/Size
现金 / 总资产	cash
投资收入 / 总资产	Inv_income
运营现金流 / 总资产	Operation
是否商誉净值科目为正	M&A

3.3 研究方法

考虑到因变量（是否并购）的二元性质，我们采用 logit 回归模型进行分析。模型设定如下：

$$P(M\&A_i = 1) = \frac{e^{Z_i}}{1 + e^{Z_i}}$$

其中， $[Z_i = \beta_0 + \beta_1 \text{Variables}_i + \epsilon_i]$ 。

对数似然函数为：

$$[LL(\beta) = \sum_{i=1}^n [M\&A_i \ln(P(M\&A_i = 1)) + (1 - M\&A_i) \ln(1 - P(M\&A_i = 1))]]$$

我们通过最大化对数似然函数来估计参数：

$$[\hat{\beta} = \text{arg max}_{\beta} LL(\beta)]$$

其中， $(LL(\hat{\beta}))$ 为完整模型的对数似然值； $(LL(0))$ 为仅包含常数项的模型的对数似然值。

4 实证结果与分析

4.1 回归结果

logit 回归的主要结果如表 2 所示。

表 2 logit 回归的主要结果

变量	系数	标准误	z 值	P > z	[0.025	0.975]
const	-0.8504	0.270	-3.154	0.002	-1.379	-0.322
income	-0.0042	0.002	-2.009	0.045	-0.008	-0.000
debt_r	-0.0166	0.017	-0.982	0.326	-0.050	0.017
FinanceCF	0.0013	0.001	1.123	0.261	-0.001	0.003
Inv	-1.85e-06	0.001	-0.002	0.998	-0.002	0.002
lAsset/Size	-0.0125	0.012	-1.024	0.306	-0.036	0.011
cash	0.0167	0.141	0.118	0.906	-0.261	0.294
Inv_income	-0.0242	0.013	-1.826	0.068	-0.050	0.002
OperationCF	0.0067	0.002	4.184	0.000	0.004	0.010

模型的伪 R 平方为 0.002750，对似然值为 -5981.5，表明模型整体上是显著的。

4.2 结果分析

研究结果显示，多个财务指标对公司进行并购的决策有不同程度的影响。收入与总资产的比率（income）对并购概率有轻微的负面影响，系数为 -0.0042，在 5% 水平上显著。这可能表明高效运营的公司更倾向于内生增长而非外部

扩张。运营现金流 (OperationCF) 对并购决策有显著的正面影响, 系数为 0.0067, 在 1% 水平上显著, 说明充足的运营现金流为公司提供了进行并购的财务资源和信心。债务比率 (debt_r)、融资现金流 (Finance CF) 和现金持有 (cash) 的系数分别为 -0.0166、0.0013 和 0.0167, 但均不显著, 表明这些因素对并购决策的影响不明确或可能存在其他中介因素。投资活动相关指标 (Inv 和 Inv_income) 的系数均为负, 但只有 Inv_income 在 10% 水平上接近显著, 这可能暗示了投资活动与并购之间存在一定的替代关系。最后, 公司规模 (lAsset/Size) 的系数为 -0.0125, 但不显著, 表明在控制其他因素后, 公司规模对并购倾向的影响不明显。总的来说, 这些结果揭示了影响公司并购决策的复杂财务因素, 为理解企业并购行为提供了有价值的洞见。

我们的结果显示, 运营现金流是影响中国香港上市公司并购决策的最显著正向因素, 而收入水平则呈现出微弱的负向影响。这一发现支持了内生性需求假说, 即中国香港企业的并购更多源于内部经营状况而非外部融资驱动。

5 结论

本研究通过对中国香港上市公司近十年的财务数据和并购事件进行实证分析, 得出了几个主要结论。首先, 运营现金流对并购决策有显著的正向影响, 表明中国香港企业更倾向于利用内部产生的现金流来支持并购活动, 这一发现与传统的自由现金流假说 (Jensen, 1986) 相一致, 但在中国香港市场表现得更为明显。其次, 收入水平与并购概率呈现微弱的负相关关系, 可能反映了高效运营企业对内生增长的偏好, 这一发现与部分西方市场的研究结果不同, 可能体现了中国香港企业的独特增长策略。再次, 融资现金流和债务水平对并购决策的影响不显著, 这与我们最初的预期不符, 可能暗示中国香港企业在并购决策中较少依赖外部融资, 更多地依赖内部资源。最后, 公司规模对并购倾向的影响不显著, 这可能反映了中国香港市场中小型企业也积极参与并购活动的特点。

参考文献

- [1] Alexandridis, G., Antypas, N., & Travlos, N. Value creation from M&As: New evidence[J]. *Journal of Corporate Finance*, 2017(45): 632-650.
- [2] Andrade, G., Mitchell, M., & Stafford, E. New evidence and perspectives on mergers[J]. *Journal of Economic Perspectives*, 2001,15(2):103-120.
- [3] Du, M., & Boateng, A. State ownership, institutional effects and value creation in cross-border mergers & acquisitions by Chinese firms[J]. *International Business Review*,2015,24(3):430-442.
- [4] Erel, I., Jang, Y., & Weisbach, M. S. Do acquisitions relieve target firms' financial constraints[J]. *The Journal of Finance*, 2015,70(1):289-328.
- [5] Harford, J. Corporate cash reserves and acquisitions[J]. *The Journal of Finance*,1999,54(6):1969-1997.
- [6] Jensen, M. C. Agency costs of free cash flow, corporate finance, and takeovers[J]. *The American Economic Review*,1986,76(2):323-329.
- [7] Jensen, M. C., & Ruback, R. S. The market for corporate control: The scientific evidence[J]. *Journal of Financial Economics*, 1983,11(1-4):5-50.
- [8] Lewellen, W. G. A pure financial rationale for the conglomerate merger[J]. *The Journal of Finance*,1971,26(2):521-537.
- [9] Martynova, M., & Renneboog, L. A century of corporate takeovers: What have we learned and where do we stand[J]. *Journal of Banking & Finance*,2008,32(10):2148-2177.
- [10] Morck, R., Shleifer, A., & Vishny, R. W. Do managerial objectives drive bad acquisitions[J]. *The Journal of Finance*,1990,45(1):31-48.
- [11] Uysal, V. B. Deviation from the target capital structure and acquisition choices[J]. *Journal of Financial Economics*, 2011, 102(3):602-620.
- [12] Yang, M., Li, Y., & Chen, Y. Cross-border mergers and acquisitions by Chinese firms: The moderating role of home country government support[J]. *Journal of Business Research*,2019(97):220-231.